

INSTITUTO POLITÉCNICO DE COIMBRA

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

**O QUE É UMA CRISE FINANCEIRA? –
– BREVE CONTRIBUTO PARA A TIPIFICAÇÃO DO
CONCEITO**

Dissertação de Mestrado em Análise Financeira / 3.^a edição

Paula Alexandra Luís de Carvalho

Orientadora: Dra. Ana Paula Santos Quelhas

Coimbra, novembro de 2013

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	3
RESUMO	4
ABSTRACT	5
LISTA DE SIGLAS	6
LISTA DE TABELAS E FIGURAS	7
NOTA PRÉVIA	8
CAPÍTULO 1	10
CONCEITO DE CRISE FINANCEIRA	10
1. Teoria da fragilidade financeira	10
2. A visão monetarista	13
3. Os modelos de corridas bancárias	15
3.1.O contributo de Diamond e Dybvig	16
3.2.O contributo de Waldo	17
3.3. O contributo de Gorton	19
3.4. O contributo de Jacklin e Bhattacharya	20
3.5. O contributo de Chari e Jagannathan	21
3.6.O contributo de Diamond e Rajan	22
CAPÍTULO 2	24
CRISES FINANCEIRAS RECENTES	24
1. O <i>crash</i> bolsista de Outubro de 1987	24
2. A crise mexicana de 1994/95	26
3. A crise asiática de 1997	28
4. A crise russa de 1998	29
5. A crise Argentina de 2001	31
6. A crise do subprime – 2008	37
CAPÍTULO 3	40
AS CRISES FINANCEIRAS E OS 3P – PERCEPÇÃO, PREVISÃO E PREVENÇÃO	40
1. A percepção das crises financeiras	41
2. A previsão das crises financeiras	43
3. A prevenção das crises financeiras	44

O QUE É UMA CRISE FINANCEIRA? – BREVE CONTRIBUTO PARA A TIPIFICAÇÃO DO CONCEITO

CONCLUSÃO.....	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus Pais, pela compreensão, incentivo e apoio incondicional, em todos os momentos destes últimos anos dedicados ao desenvolvimento da minha formação académica, muito obrigada!

À minha irmã, Ana, pelo apoio e força que me deu para ultrapassar esta fase com coragem e ânimo.

À minha prima Filipa, pela atenção, incentivo e companheirismo.

Ao meu namorado Pedro, por todo o apoio e carinho que teve para comigo.

À minha restante família e amigos que me ajudaram, apoiaram e deram força para seguir em frente e conseguir atingir o objetivo de finalizar este trabalho.

Finalmente, agradeço à minha orientadora Ana Paula Quelhas, por ter aceitado o meu pedido para ser minha orientadora e por toda a dedicação, tranquilidade e competência com que conduziu a minha orientação. À Professora devo o facto de conseguir concluir este trabalho.

RESUMO

As crises financeiras ocorridas entre finais do século XX e o início do século XXI atingiram proporções diversas que afetaram, de modo particular, o sistema bancário. Porém, as diversas crises consideradas revelaram ritmos desiguais, emergindo em pontos diferentes do globo e gerando impactos também desiguais.

O objetivo do presente trabalho é o de discutir os diversos conceitos de crise financeira presentes na literatura. Tendo por base as crises financeiras recentes, pretendemos detetar os seus elementos constitutivos, na senda da tipificação de um conceito de crise financeira.

Desde logo, o conceito de crise financeira é, por excelência, um conceito inacabado, onde concorrem múltiplas vertentes, nomeadamente de natureza bancária, monetária e cambial, que obstem à delimitação das suas fronteiras conceptuais.

É certo que cada crise difere da que a antecedeu, consequência direta do tempo histórico que promove a sua particularidade. Porém, alguns elementos estão sempre presentes e que estão na base da sua ignificação.

Este trabalho encontra-se organizado do seguinte modo: no capítulo 1, apresentam-se alguns contributos explicativos das causas subjacentes às crises financeiras; no capítulo 2, discutem-se os episódios de crise mais relevantes, ocorridos entre finais do século XX até ao presente; no Capítulo 3, procuraremos detetar um fio condutor entre as crises observadas, tendo em vista a tipificação de um conceito de crise, bem como discutir os seus mecanismos de previsão e de prevenção. Por fim, apresenta-se uma breve conclusão.

Palavras-Chave: crises financeiras, crises cambiais, crises bancárias, previsão, prevenção.

ABSTRACT

The financial crises that occurred between the late twentieth century and early twenty-first century reached varying proportions affecting, in particular, the banking system. Nevertheless, the various crises considered at this work revealed unequal rhythms, emerging at different regions, and also caused different impacts.

The aim of this work is to discuss the various concepts of financial crisis provided by the literature. Based on the recent financial crises, we are aimed to identify their constitutive elements towards to establish a financial crisis concept.

But the concept of financial crisis is undeniably an unaccomplished notion, comprising a wide range of components, namely banking, monetary and currency issues, which hinder the delimitation of its field.

In fact, each crisis differs from those previously occurred, as a consequence of its historical particularities. Even so, some kind of elements is common to all the crises, contributing to their outbreak.

This work is organized as follows: in Chapter 1, some theoretical approaches explaining underlying causes of financial crises are presented; in Chapter 2, the most relevant episodes of crisis occurred from the end of the twentieth century up to now are discussed; in Chapter 3, we try to identify a common line between those episodes, in order to typify a concept of financial crisis; prediction and prevention mechanisms are also discussed. Finally, we conclude.

Key Words: financial crises, currency crises, banking crises, prediction, prevention.

LISTA DE SIGLAS

BCE – Banco Central Europeu

BCP – Banco Central Português

BES – Banco Espírito Santo

BPI – Banco Português de Investimentos

BPN – Banco Português de Negócios

DJIA – Dow Jones Industrial Average

EU – União Europeia

FMI – Fundo Monetário Internacional

INDEC – Instituto Nacional de Estatística e Censos

IPC – Instituto de Preços ao Consumidor

MUS – Mecanismo Único de Supervisão

MEE – Mecanismo Europeu de Estabilidade

NAFTA – North American Free Trade Agreement – Acordo de Livre Comércio da América do Norte

PIB – Produto Interno Bruto

URSS – União das Repúblicas Socialistas Soviéticas

LISTA DE TABELAS E FIGURAS

Figura 1 – Os indicadores do mercado de ações.....	25
Figura 2 – PIB real da Argentina e valores projetados antes da recessão.....	31
Figura 3a – Valores das exportações por categoria e valor (em dólares americanos).....	32
Figura 3b – Valores de Exportação por categoria e valor (em % PIB).....	32
Figura 4 – Variação anual da inflação em percentagem, IPC – GBA (oficial) e IPC -7 (independente).....	33
 Tabela 1 – Contribuições por agregado para o crescimento real.....	 34

NOTA PRÉVIA

O objetivo deste trabalho é o de tipificar o conceito de crise financeira, atendendo aos contributos teóricos existentes na literatura e à luz da etiologia das crises financeiras recentes, mormente das ocorridas entre finais do século XX e este início de século XXI.

O conceito de crise financeira compreende múltiplos elementos constitutivos, nomeadamente de natureza bancária, monetária e cambial, o que por si só dificulta a sua delimitação. Cumpre assinalar que a expressão «crise financeira» reporta-se, por excelência, a uma realidade ampla, pelo que, por isso mesmo, surge definida de variadas formas, conforme o interesse e o foco do estudo. A explicação para a diversidade de definições advém do fato de que uma crise financeira tem inúmeras dimensões, muitas vezes inter-relacionadas. Uma crise financeira pode assumir uma vertente bancária, das contas públicas, corporativa ou empresarial ou da balança de pagamentos, dependendo de serem os bancos, o setor público, as empresas ou o país o ponto de ignificação ou de impacto da mesma.

Na senda do objetivo proposto, além da presente Nota Prévia, o trabalho encontra-se estruturado do modo que de seguida se descreve.

Logo no Capítulo 1, apresentamos os contributos teóricos que, ao longo do tempo, procuraram identificar as causas subjacentes às crises financeiras entretanto observadas.

De seguida, no Capítulo 2, discutem-se os contornos dos episódios mais marcantes relativos a crises financeiras observadas desde a década de oitenta do século XX até aos nossos dias: o *crash* bolsista de Outubro de 1987, a crise mexicana de 1994/95, a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998, a crise argentina de 2001 e a crise do *subprime*, desencadeada nos Estados Unidos em 2008.

No último Capítulo (Capítulo3), iremos ao encontro de um fio condutor entre as crises observadas, bem como discutir os mecanismos de previsão e prevenção das crises financeiras.

Em termos metodológicos, suportamo-nos essencialmente em técnicas de natureza qualitativa, confrontando os contributos apresentados no Capítulo 1, bem como dos

episódios discutidos no Capítulo 2, tendo em vista a deteção de pontos de contacto que nos conduzam, então, à tipificação do conceito de crise financeira.

Tecem-se, ainda, algumas considerações finais, para além de se evidenciarem eventuais trilhos de investigação, que se colocam a jusante do presente trabalho.

CAPÍTULO 1

CONCEITO DE CRISE FINANCEIRA

O objetivo deste capítulo é o de apresentarmos principais contributos teóricos que, ao longo do tempo, procuraram estabelecer o conceito de crise financeira. Com efeito, pondera na literatura um vasto elenco de teorias explicativas das crises financeiras, as quais encerram, elas próprias, entendimento diverso sobre o conceito.

Entre essa multiplicidade, torna-se, no entanto, possível sistematizar esses contributos em torno de três eixos fundamentais: *i*) a teoria da fragilidade financeira; *ii*) a visão monetarista; e *iii*) os modelos de corridas bancárias.

Sem pretensões de exaustão, procuraremos, de seguida, apresentar e discutir os contributos que, para nós, se afiguraram mais relevantes¹.

1. Teoria da fragilidade financeira

Entre os contributos mais relevantes neste domínio, colocam-se os trabalhos de Minsky (1977) (1992) e de Kindleberger (2002). Na verdade, o texto de Minsky (1977) constitui uma pedra basilar no estudo das crises financeiras, servindo de ponto de partida para muitos trabalhos posteriores.

Minsky (1977, p. 139) começa por sublinhar o carácter sistémico das crises financeiras, as quais não são nem “acidentes nem o resultado de erros políticos, mas o resultado do funcionamento normal da nossa economia”. Nesse «funcionamento normal», ponderam agentes económicos e financeiros que atuam na busca do lucro, o que conduz ao desenvolvimento de uma estrutura financeira frágil.

¹Para maior aprofundamento dos contributos aqui apresentados e confronto com outras teorias explicativas, cfr. J. M. Quelhas (2012).

Um dos critérios que, de acordo com Minsky (1977), permite aferir a fragilidade ou a robustez de uma dada estrutura financeira é o modo como nessa estrutura ponderam os financiamentos com cobertura de risco (*hedge*), os financiamentos especulativos e os financiamentos Ponzi.

Assim sendo, existem três tipos de unidades económicas, segundo o grau de prudência do endividamento. Em primeiro lugar, temos as unidades *hedge*, onde o endividamento é tal que as entradas monetárias, provenientes dos rendimentos esperados, são superiores, em cada período, às saídas destinadas ao pagamento de responsabilidades. Neste caso, seja qual for a taxa de atualização considerada, o valor do investimento líquido é positivo. Em segundo lugar, temos as unidades especulativas, onde os fluxos monetários de saída são superiores às entradas esperadas, em alguns curtos períodos de tempo, embora as unidades se possam refinarçar no mercado. O valor líquido do investimento pode, neste caso, tornar-se negativo, se a taxa de juros subir muito. Finalmente, as unidades Ponzi são aquelas onde apenas os fluxos financeiros destinados ao pagamento dos juros da dívida excedem as entradas esperadas, pelo que o valor líquido do investimento é então negativo.

Em presença de uma estrutura financeira frágil, podem desencadear-se «comportamentos incoerentes» peculiares de uma crise financeira. Minsky (1977) explica a «incoerência» dos comportamentos através da reação dos operadores às perturbações financeiras iniciais, sendo que essa reacção amplifica as dificuldades em vez de as amortecer.

Neste sentido, Minsky (1977, p. 149) conclui que “se, em geral, a finança especulativa torna a estrutura financeira frágil, então o financiamento contínuo ou especulativo do investimento é uma parcela particularmente sensível da estrutura financeira frágil”.

Posteriormente, Minsky (1992, p. 33) sustentou a «hipótese da instabilidade financeira» em proposições empíricas e teóricas.

Partindo da observação empírica dos movimentos inflacionistas e deflacionistas que, ciclicamente, assolam as economias capitalistas, este autor salienta que tais movimentos suscitam reacções em cadeia, por parte dos agentes económicos, acelerando os impulsos iniciais e disseminando a instabilidade pelo sistema. Com efeito, de acordo com Minsky

(1992) o impulso inflacionista amplifica a inflação e as tendências deflacionistas aumentam a deflação.

Deste modo, a aceleração das tendências inflacionistas e deflacionistas deteriora a situação económica e potencia uma crise generalizada. A intervenção das autoridades públicas, caso ocorra, pode revelar-se inapta para inverter tais tendências e interromper o curso das crises.

Minsky (1992) prossegue com as proposições teóricas de Keynes sobre a instabilidade intrínseca da economia capitalista e molda-as de forma a interpretar os sistemas financeiros atuais, realçando a dinâmica interna da economia capitalista na explicação das crises financeiras e sublinhando o papel da intermediação e o do endividamento no surgimento das mesmas.

De outro modo, para Kindleberger (2002), as crises financeiras estão intimamente associadas aos períodos cíclicos da economia. Uma crise financeira ocorre quando se observa uma mudança súbita no panorama económico. Novas oportunidades de lucros emergem, ao mesmo tempo que o risco em torno dessas operações também se eleva. O desequilíbrio entre essas duas forças – de ganhos e de perdas – faz instaurar as crises financeiras.

Kindleberger (2002) enuncia os sinais suscetíveis de precipitar uma crise financeira, os quais englobam: a falência de um banco ou de uma empresa prestigiosa, a revelação de um desfalque ou de uma fraude ou a quebra de preços de um bem sujeito a especulação. O significado destes sinais pelos operadores aumenta a preocupação e leva a ondas de ressonância pelo sistema económico, desencadeando a descida dos preços dos ativos, a subida das bancarrotas e o aumento das falências.

No caso de as empresas quebrarem ou cessarem os pagamentos e não saldarem as dívidas, os bancos não conseguirão recuperar os créditos e entrarão em dificuldades financeiras. A falência sucessiva de empresas poderá acarretar falências bancárias consecutivas, originando o pânico nos depositantes e apressando a corrida aos levantamentos.

Klindeberger (2002) analisa ainda de forma interna as crises financeiras através de um modelo explicativo de uma «crise típica». Uma «crise típica» é desencadeada por uma mudança ampla e profunda, exógena ao sistema económico, capaz de alterar as perceções dos operadores sobre a evolução dos proveitos em um ou mais sectores de atividade. Com efeito, para Kindleberger (2002), a definição de crise financeira deve considerar as atitudes dos agentes económicos, por fazerem emergir os momentos de euforia, bolhas e irracionalidades.

2. A visão monetarista

Em resposta às teorias do endividamento e da fragilidade financeira, Schwartz (1998, p. 256) enuncia que “as empresas financeiras não são mais imprudentes do que as empresas não financeiras. A má gestão e a fraude não são mais imperantes na finança do que na indústria em geral. A insolvência de bancos individuais não necessita de ter efeitos contagiosos sobre outras instituições solventes. Um prestamista de última instância eficiente pode evitar os pânicos. As autoridades monetárias que asseguram a estabilidade do nível de preços também alcançarão a estabilidade financeira. As únicas restrições sobre as instituições financeiras, necessárias como salvaguarda contra a tomada excessiva de risco, são as exigências de capital e o fecho de empresas antes que o seu valor líquido se torne negativo”.

Segundo os monetaristas, as crises financeiras não germinam, endogenamente, no seio da economia capitalista, antes resultam de atuações incorretas por parte de autoridades monetárias e de entidades reguladoras. Na visão monetarista, a intervenção atempada das autoridades monetárias tem em vista impedir que a economia real seja afetada pelo declínio na oferta da moeda, fornecendo meios de pagamento suficientes e assegurando o funcionamento do sector bancário. Neste sentido, a análise dos monetaristas sobre o fenómeno das crises financeiras centra-se no papel das instituições, mormente no papel de um prestamista de última instância capaz de garantir o fluxo de meios de pagamento numa economia.

Nas palavras de Schwartz (1986, p. 11), “uma verdadeira crise financeira só ocorre quando não existam instituições, quando as autoridades não estejam familiarizadas com as práticas que obstam a tal desenvolvimento e quando o sector privado tiver motivos para duvidar da fiabilidade das medidas preventivas”. Assim sendo, a atuação de um prestamista de última instância deve circunscrever-se às situações de «verdadeiras crises financeiras» e não às de «pseudocrises financeiras».

De acordo com os autores de inspiração monetarista, uma «verdadeira crise financeira» revela a insuficiência de meios de pagamento e a competição renhida por «*high powered money*»², enquanto uma «pseudocrise financeira»³ nem exprime a escassez de meios de pagamento nem envolve a disputa por «*high powered money*».

Por seu turno, Mishkin (1991) analisa as crises financeiras tendo por base o modelo da informação assimétrica e evidencia as diferenças entre os contributos da teoria da fragilidade financeira e a da visão monetarista.

Ao diferenciar a teoria da fragilidade financeira da visão monetarista, Mishkin (1991) observa que a teoria da fragilidade financeira, advogada por Minsky (1977) (1992) e Kindleberger (2002) abrange realidades desiguais na noção de crise financeira, abarcando as falências das empresas financeiras e das não financeiras, a descida de preços dos ativos,

² Bruner (2002, p. 654-655) identifica este termo com «base monetária» e classifica-o como um conceito importante para análise das causas determinantes do *stock* de moeda em regimes com intermediação financeira.

³ Schwartz (1995, pp. 25-29) diferencia entre os conceitos de *crise financeira*, *dificuldade financeira*, *fragilidade financeira* e *pseudocrise financeira*. A propósito deste último, a autora considera que se trata de “fenómenos como a descida dos preços nos ativos das ações, dos bens imobiliários, das mercadorias e das obras de arte, a depreciação cambial da moeda nacional e as dificuldades financeiras de uma grande empresa não financeira, de um grande município de uma empresa financeira ou de devedores soberanos”.

De maneira a diferenciar entre «crises financeiras» e «pseudocrises», Schwartz (1995, pp. 25-29) acrescenta que de maneira geral, a perda de riqueza, que é característica de investimentos com retornos negativos, não debilita mais a economia do que a devastação de um furacão ou de uma inundação. Para Schwartz (1995, pp.25-29) a ocorrência de interrupções de pagamentos constituiria a marca distintiva entre crise financeira e pseudocrise financeira.

as situações de deflação e de desinflação e a possível combinação entre alguma destas situações.

Segundo Mishkin (1991, p.70), “um dos problemas da visão de Kindleberger-Minsky sobre as crises financeiras é o de não proporcionar uma teoria rigorosa do que caracteriza uma crise financeira e, deste modo, servir, amplamente, de justificação para as intervenções do governo, que podem não ser benéficas para a economia”. Deste modo, os episódios apontados na visão de Kindleberger-Minsky enquanto indutores de crises financeiras, caem, na visão monetarista, no âmbito das «pseudocrises financeiras», para as quais qualquer intervenção do banco central seria inútil, se não mesmo desaconselhável. Logo, perante uma «pseudocrise financeira», a intervenção do banco central, através do aumento da quantidade de moeda, acelera a inflação e o suporte a empresas ineficientes diminui a eficiência global da economia.

De outra forma, a visão monetarista limita as crises financeiras aos pânicos bancários, com as inerentes contrações da oferta de moeda, que se refletem na diminuição da atividade económica agregada. Neste sentido, Mishkin (1991, p.70) denega ainda a posição de M. Friedman e Schwartz (1993), ao criticar que “avisão monetarista das crises financeiras é excessivamente restrita porque apenas se concentra nos pânicos bancários e nos seus efeitos sobre a oferta de moeda”.

3. Os modelos de corridas bancárias

Uma outra categoria de teorias explicativas das crises financeiras procura estabelecer uma relação entre a ocorrência de perturbações nos mercados financeiros e o desencadeamento de corridas bancárias.

Desde o início das crises que o sistema financeiro enfrenta o problema de corridas bancárias. Estaremos perante uma corrida bancária quando, simultaneamente, um número elevado de indivíduos tentar retirar os seus depósitos do banco, devido ao receio de que este não seja capaz de cumprir os seus compromissos de liquidez.

Com efeito, são diversos os entendimentos neste domínio, cujas versões mais simplificadas configuram aquilo que na literatura financeira se designa por «modelos originais de corridas bancárias de primeira geração». Inserem-se neste âmbito os contributos de Diamond e Dybvig (1983), de Waldo (1985), de Gorton (1985), de Chari e Jagannathan (1988), de Jacklin e Bhattacharya (1988) e de Diamond e Rajan (1999), os quais discutiremos de seguida.

3.1.O contributo de Diamond e Dybvig

O trabalho de Diamond e Dybvig (1983) constitui uma referência na literatura em matéria de corridas bancárias, o qual sustentou muitos dos estudos posteriormente conduzidos neste domínio.

Estes autores consideram a existência de uma corrida sobre um único banco, como se o sistema financeiro fosse apenas constituído apenas por uma instituição bancária. Neste sentido, Diamond e Dybvig (1983, p. 416) esclarecem que o banco hipotético «representa o sector da intermediação financeira e os levantamentos representam os levantamentos líquidos do sistema».

Diamond e Dybvig (1983, p. 402) têm como objetivo evidenciar três proposições fundamentais. Em primeiro lugar, a constituição de depósitos à ordem junto do sistema bancário permite aos depositantes levantamentos faseados suscetíveis de satisfazerem as suas necessidades de consumo, em diferentes momentos temporais e aleatórios, possibilitando a partilha otimizada do risco entre os depositantes, tornando ainda os mercados concorrenciais mais eficientes. Em segundo lugar, a celebração de contratos de depósitos à ordem pode conduzir a equilíbrios indesejáveis, na medida em que a preocupação com a possibilidade de uma falência bancária conduz ao pânico e à corrida aos levantamentos por parte de todos os depositantes, mesmo por aqueles que teriam preferido manter os seus depósitos. Por fim, as corridas bancárias causam problemas económicos reais, porque levam os bancos “saudáveis” à falência, provocando o cancelamento de empréstimos e o fim de investimentos produtivos.

Em jeito de comentário ao trabalho de Diamond e Dybvig (1983), Goodhart e Illing (2002, p. 16) esclarecem: «Diamond e Dybvig mostram que uma corrida bancária pode ser um “equilíbrio auto-sustentável” (*self-fulfilling equilibrium*). Se os depositantes esperarem que outros depositantes levistem o seu dinheiro e forcem o banco a liquidar os ativos de longo prazo, será ótimo fazer o mesmo. Assim, as corridas podem ser desencadeadas por uma mudança nas expectativas, mesmo que não haja mudança nos fundamentos. A natureza dos depósitos com constrangimento no serviço sequencial cria uma “externalidade de liquidação” (*pay-off externality*), conduzindo a corridas como consequência da falha de coordenação entre os depositantes. A distinção entre insolvência e iliquidez torna-se nebulosa; a insolvência pode ser o resultado endógeno de uma súbita mudança nas expectativas».

Com efeito, Diamond e Dybvig (1983, p. 404) não hesitam em reconhecer o papel da diferença entre formação das expectativas e a evolução dos fundamentos na deflagração das corridas bancárias ao afirmarem que «uma corrida bancária no nosso modelo é causada por uma mudança nas expectativas, a qual pode depender de quase tudo o que é consistente com o comportamento manifestamente irracional observado nas pessoas que correm para os bancos».

Diamond e Dybvig (1983, p.403) sublinham, ainda, os efeitos das corridas bancárias sobre a economia real, frisando que «as corridas são onerosas e reduzem o bem-estar social pela interrupção da produção (quando os empréstimos são cancelados) e pela destruição da partilha ótima de riscos entre depositantes» e concluem que a observação de «corridas sobre muitos bancos poderão causar problemas económicos para toda a economia».

Para além disso, o modelo de análise proposto por Diamond e Dybvig (1983, p.402) discute os instrumentos normalmente utilizados para limitar a difusão das corridas bancárias, mormente as técnicas de suspensão da convertibilidade dos depósitos e a constituição de seguros de depósitos.

3.2.O contributo de Waldo

Waldo (1985) faculta uma explicação para a ocorrência de corridas bancárias tendo presentes algumas das asserções presentes no contributo de Diamond e Dybvig (1983), particularmente no que concerne à importância da função bancária de transformação de maturidades e ao medo de que a não convertibilidade dos depósitos com serviço sequencial possa conduzir a uma corrida sob a forma de uma “profecia auto-sustentável”⁴.

Tal como Diamond e Dybvig (1983), Waldo (1985, p. 273) salienta que «a causa da corrida é totalmente alheia e desconexa de quaisquer fatores fundamentais, tais como as mudanças no retorno esperado das carteiras dos bancos. A questão é que as expectativas autossustentáveis de uma corrida podem exacerbar quaisquer perdas na ausência de acontecimentos fundamentais».

Contudo, o modelo Waldo (1985) evidencia algumas particularidades relativamente ao contributo que o procedeu. Colocando ambos os entendimentos em confronto, De Bandt e Hartmann (2002, p. 263) realçam: «Enquanto no modelo de Diamond e Dybvig os bancos são vistos como fornecedores de seguros contra choques de liquidez a favor dos depositantes, Waldo observa-os como um mecanismo para os pequenos aforradores acederem indiretamente aos mercados primários a taxas idênticas aos rendimentos esperados nesses mercados».

Assim, Waldo (1985) reserva para os bancos o papel de intermediários financeiros para os pequenos aforradores, na medida em que estes últimos não possuem a dimensão necessária para acederem diretamente ao mercado primário de títulos.

Ainda neste trabalho, Waldo (1985, p. 270) intenta demonstrar, de acordo com a designação do próprio autor, duas “regularidades empíricas”, ou seja:

1) As taxas de juro de curto prazo atingem o seu ponto máximo durante as corridas bancárias;

2) A *ratio* depósitos/moeda cai antes, durante e depois da corrida, até que a confiança no sistema bancário seja restaurada.

⁴ De Bandt e Hartmann (2002) identificam o conceito de “profecia auto-sustentável” com o de “desacreditar/denegrir/manchar» (*sunspot*); a utilização da expressão “*sunspot*” é comum na literatura, estando presente em diversos trabalhos sobre crises financeiras. A este título, cfr. Fratzscher (1999), Spiegel (2000), Skamnelos (2001) e Heinemann e Illing (2002).

Com efeito, Waldo (1985) logrou demonstrar estas duas “regularidades”, sustentando-se em dados estatísticos relativos aos Estados Unidos, no período compreendido entre 1873 e 1933.

3.3. O contributo de Gorton

No artigo «Bank Suspension of Convertibility», Gorton (1985) propõe um modelo explicativo relativamente às corridas bancárias, fundamentado na divulgação de novas informações aos depositantes sobre a viabilidade dos investimentos bancários.

Comparando a sua proposta com os contributos de Diamond e Dybvig (1983) e de Waldo (1985), Gorton (1985, p. 191) sustenta: «a explicação do pânico e da suspensão baseada na informação contrasta drasticamente com a que pode ser descrita como “explicações bolha” (*bubble explanations*). Exemplos recentes desta última visão incluem Diamond e Dybvig e Waldo. Nestes modelos, a ocorrência de um acontecimento intrinsecamente irrelevante pode causar o pânico devido à imposição exógena da regra de “o primeiro a chegar, o primeiro a ser servido” para os pagamentos aos depositantes. Assim, os depositantes individuais têm um estímulo para bater em retirada e qualquer acontecimento que os leve a antecipar o pânico causa o próprio pânico. Infelizmente, as “explicações bolha” parecem não ser confirmadas pelos dados».

Desta forma, Gorton (1985) evidencia o comportamento racional dos agentes económicos enquanto resposta à divulgação de novas informações, em contraposição com o comportamento irracional dos depositantes e com o alheamento das causas subjacentes às corridas bancárias, explicitamente assumido por Diamond e Dybvig (1983) e por Waldo (1985).

Porém, no seu trabalho, Gorton (1985) observa as relações entre os bancos e os depositantes tanto sob um regime de informação completa como sob um regime de informação incompleta. Neste sentido, num cenário de informação completa, as corridas bancárias devem ser entendidas como respostas racionais e eficientes à divulgação de novos dados relevantes para os agentes económicos; enquanto isso, num cenário de informação incompleta, as corridas bancárias devem ser entendidas respostas racionais, embora ineficientes.

Como observa Gorton (1985, p. 186), «sem informação completa, os depositantes cometem erros sobre a *informação completa*. É a existência destes erros potenciais que cria a possibilidade de uma função de sinalização para a suspensão, isto é, a suspensão pelos bancos pode indicar aos depositantes que tomaram uma decisão subótima em relação à informação total».

Com efeito, num regime de informação completa, uma corrida bancária ocorre como resposta racional dos depositantes à revelação de informação sobre a rendibilidade e a viabilidade dos investimentos bancários, não havendo lugar para a aplicação de suspensão da convertibilidade dos depósitos porque os depositantes recompõem atempadamente os ativos das duas carteiras.

Já num regime de informação incompleta, os depositantes não dispõem da totalidade de informação sobre a rendibilidade e a viabilidade dos investimentos bancários e utilizarão, na perspetiva de Gorton (1985), um «indicador com ruído» (*noisy indicador*) na formulação das suas expectativas sobre o comportamento dos bancos; se um «indicador com ruído» pressagiar perdas, a disseminação do medo entre os depositantes gerará o pânico e precipitará as corridas bancárias. Neste regime de informação incompleta, haverá lugar à suspensão da convertibilidade dos depósitos, pois essa suspensão corresponde a um sinal emitido aos depositantes sobre os benefícios subjacentes à manutenção dos investimentos.

3.4. O contributo de Jacklin e Bhattacharya

Um outro contributo no âmbito das corridas bancárias, este fundado na informação assimétrica entre os bancos e os depositantes, é o de Jacklin e Bhattacharya (1988).

Os autores apontam para uma assimetria da informação que decorre devido ao facto dos bancos desconhecerem as reais necessidades de liquidez dos depositantes e de os segundos possuírem informação assimétrica sobre a qualidade dos ativos dos primeiros.

Shi (2000, p. 3) sintetiza o contributo de Jacklin e Bhattacharya (1988), ao afirmar que uma corrida bancária ocorre “quando alguns depositantes obtêm informação temporária

desfavorável sobre o retorno de um ativo bancário de risco elevado, mais do que quando temem as ações de outros depositantes. Assim, as corridas bancárias têm uma origem fundamental, motivada pelas expectativas de fraco desempenho dos bancos”.

Jacklin e Bhattacharya (1988, p. 569) classificam as corridas bancárias como um “desinvestimento prematuro dos ativos a longo prazo”.

De referir que o contributo Jacklin e Bhattacharya (1988) se assemelha ao contributo de Gorton (1985) no que concerne à importância da informação assimétrica. Ambos os contributos consideram que, num panorama de informação incompleta, as corridas bancárias são respostas racionais dos depositantes à revelação de «sinais com ruído» sobre a evolução dos ativos do banco.

Também Diamond e Dybvig (1983) já haviam realçado, tal como Jacklin e Bhattacharya (1988), a função bancária de transformação de maturidades na explicação das corridas aos levantamentos; porém, ambos os contributos revelam diferentes opiniões, pois Diamond e Dybvig (1983) entendem uma corrida bancária como um «equilíbrio auto-sustentável», enquanto Jacklin e Bhattacharya (1988) enfatizam o papel da informação privada dos depositantes acerca dos retornos dos investimentos dos bancos a longo prazo em ativos com risco.

3.5. O contributo de Chari e Jagannathan

À semelhança de Gorton (1985), também o contributo de Chari e Jagannathan (1988) se sustenta no papel da informação nos mercados financeiros.

Com efeito, segundo os autores, alguns depositantes obtêm a informação de que os retornos futuros dos ativos bancários serão inferiores aos inicialmente esperados pelos operadores e decidem proceder ao levantamento dos seus depósitos. Ao analisarem o comportamento dos depositantes informados, os depositantes não informados interrogam-se sobre as razões das retiradas iniciais e ponderam proceder da mesma forma.

Chari e Jagannathan (1988, p. 759) sintetizam a mais-valia do seu contributo do seguinte modo: «A essência do nosso modelo é a de os indivíduos, se observarem longas

«filas» junto aos bancos, inferirem corretamente que existe a possibilidade de o banco estar prestes a falir e, assim precipitem uma corrida bancária. As corridas bancárias ocorrem *mesmo se* ninguém tiver qualquer informação adversa acerca dos retornos futuros».

Neste sentido, os depositantes menos informados são confrontados com o denominado “problema da extração do sinal”, resultante das dificuldades de averiguação e de diferenciação das causas dos levantamentos. Os depositantes não informados só se aperceberão do volume de levantamentos, desconhecendo, contudo, a proporção entre os levantamentos decorrentes da revelação de informação sobre o mau desempenho dos bancos e os levantamentos destinados ao pagamento de transações correntes.

Acresce referir que o contributo de Ghari e Jagannahan (1988) inclui alguns dos elementos já preconizados por contributos anteriores, mormente pelos de Gorton (1985) e de Jacklin e Bhattacharya (1988), mormente no que concerne ao papel central que a informação assume no desencadeamento das corridas bancárias; no entanto, aproxima-se de Diamond e Dybvig (1983) e de Waldo (1985) no que concerne à ausência de informação adversa.

3.6.O contributo de Diamond e Rajan

Em trabalhos sucessivos, Diamond e Rajan (1999a) (1999b) (2000) (2002) consideram a existência de uma dívida bancária exigível como tendo um papel benéfico na atividade bancária e consideram a fragilidade financeira, decorrente da função de transformação de maturidades, como uma característica intrínseca aos bancos.

No artigo “Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking”, de Diamond e Rajan (1999b) destringem entre o *modo de financiamento direto* e o *modo de financiamento indireto* e discutem as particularidades de ambos no que se refere à emergência de corridas bancárias.

Assim, no *modo de financiamento direto*, a relação de crédito estabelece-se entre um mutante não financeiro, excedentário em liquidez, e um mutuário, carenciado em liquidez; enquanto isso, no *modo de financiamento indireto*, um banco capta fundos junto do

público, na forma de depósitos mobilizáveis, e concede créditos, através de empréstimos, a numerosos agentes económicos.

Desde logo, no primeiro modo de financiamento, poderão sobrevir dificuldades em termos de liquidez, enquanto o segundo modo intenta, justamente, impedir essas contrariedades.

Com efeito, numa relação de financiamento direto, o mutuante só reaverá o seu crédito no termo do contrato ou aquando do pagamento das prestações, consoante o sistema de amortização adotado, impossibilitando-o de aproveitar novas oportunidades de investimento ou de satisfazer necessidades imprevistas de consumo. Esta situação pode ser contornada através de cláusulas de reembolso antecipado, o que acarreta, contudo, o risco de iliquidez do devedor, com a agravante de suspender os projetos de investimento em curso.

Por sua vez, numa relação de financiamento indireto, os intermediários financeiros tendem a evitar as consequências adversas de iliquidez. Com efeito, a interposição de uma entidade bancária permite adequar as necessidades de liquidez dos devedores/mutuários com os interesses dos credores mutuantes, dada a capacidade de captar novos depósitos junto do público, de um modo contínuo, renovando assim a sua carteira de operações.

Resumindo, Diamond e Rajan (2000, pp. 4-5), apontam os pontos fortes subjacentes ao seu entendimento a propósito da atividade bancária e das corridas bancárias ao sustentam que «Construímos uma teoria de atividade bancária que tenta reconciliar as funções que um banco desempenha – essencialmente as de provisão de liquidez e as de criação de crédito – com a sua estrutura institucional peculiar – ativos ilíquidos financiados por responsabilidades voláteis». Mais ainda, estes autores desmistificam o potencial papel destabilizador das corridas bancárias, considerando antes essa potencial ameaça como um estímulo ao exercício da atividade bancária. Este entendimento surge expresso em excertos como: «paradoxalmente, a ameaça de corridas causadas pelos credores, permite aos bancos criar e providenciar liquidez aos mutuários e aos depositantes, bem como aumentar o fluxo de crédito» e ainda «a capacidade do banco para realizar as suas funções, é assim, inseparável da sua fragilidade potencial» (Diamond e Rajan, 2000, pp. 4-5).

CAPÍTULO 2

CRISES FINANCEIRAS RECENTES

Sem prejuízo do que se afirmou no Capítulo anterior relativamente à diversidade que pende sobre o conceito de crise financeira, apresentamos, no presente Capítulo, as perturbações mais marcantes ocorridas nos mercados financeiros desde meados dos anos 80 do século XX até ao presente.

Assim, descreveremos, ainda que a breve trecho, o *crash* bolsista de Outubro de 1987, a crise mexicana de 1994/95, a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998, a crise argentina de 2001 e, necessariamente, a crise financeira desencadeada em 2008, usualmente designada como crise do *subprime*. Com efeito, elegemos estes episódios por terem sido os que, uma vez desencadeados no âmbito do mercado financeiro de um determinado país, tiveram repercussões à escala global⁵.

1. O *crash* bolsista de Outubro de 1987

Em meados de Outubro de 1987, o mercado bolsista americano reforçou a tendência de desvalorização que se observava, devido à perspectiva de eliminação de benefícios fiscais para certas organizações que haviam sido alvo de processos de fusão, o que poderia colocar dificuldades principalmente às empresas mais endividadas. Para além disso, o mercado reagiu negativamente à divulgação do défice comercial, por parte do Departamento de Comércio, o qual se colocava em níveis bem mais elevados do que os inicialmente previstos.

Na sequência destes dois episódios, o dólar desvalorizou consideravelmente, criando a expectativa, entre os investidores, de que a Reserva Federal poderia intervir em sede de

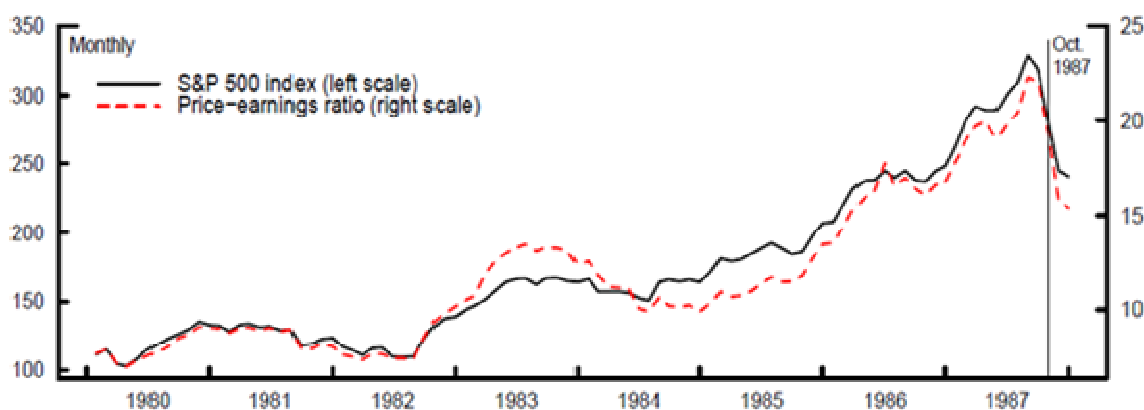
⁵ Poderiam, ainda, ter sido contempladas outras situações mais recentes, tais como a crise da dívida soberana da Zona Euro, a crise do limite da dívida pública dos EUA, a crise islandesa de 2008 ou a crise cipriota de 2013.

política monetária. As taxas de juro a prazo subiram, colocando ainda maior pressão sobre os preços dos ativos.

Na quinta-feira, dia 15 de Outubro, os mercados de ações continuaram a declinar. Parte dessa quebra foi atribuída ao pânico que se instalou entre os operadores, mormente entre os fundos de pensões, que detinham somas consideráveis de ativos, e entre os investidores individuais. Ao longo da sexta-feira, dia 16 de Outubro, os mercados caíram consideravelmente, com o S&P 500 a acumular uma descida de 9% ao longo da semana⁶, o que correspondeu a uma das maiores quebras semanais registadas em décadas e antecipou o cenário que se observaria na semana seguinte.

Na verdade, os programas automáticos dispararam sucessivas ordens de venda de ações e de contratos de futuros. Na segunda-feira, dia 19 de Outubro, o índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) registou uma quebra de 22,61% em um único dia, a qual atingiu os 508 pontos. Denominada a partir de então como «segunda-feira negra», o declínio foi a maior quebra percentual diária do índice Dow Jones observada até ao presente.

Figura 1 – Os indicadores do mercado de ações



Fonte: Carlson (2006)

Até final do mês de Outubro, o mercado de ações em Hong Kong caiu 45,5%. Do mesmo modo, registaram-se quebras severas em outros países, nomeadamente: na

⁶ Carlson (2006).

Austrália, de 41,8%; em Espanha, de 31%; no Reino Unido, de 26,45%; nos Estados Unidos, de 22,68%; e no Canadá, de 22,5%. O mercado da Nova Zelândia foi especialmente atingido, caindo cerca de 60%, levando vários anos a retomar os níveis anteriores. Do mesmo modo, o Dow Jones apenas recuperaria 2 anos após o *crash*.

O efeito conjugado de fatores como os empréstimos bancários, a desaceleração da economia e a desvalorização do dólar, aliado aos receios sentidos pelos investidores, injetou o pânico no mercado americano, tendo o mesmo pânico alastrado pela Europa e pelo Japão. Para além disso, o Brasil entrou em quebra, suspendendo o pagamento da dívida.

Na ocasião, tal como na atual crise, o Banco Central Americano e outros bancos do mundo rapidamente intervieram, baixando as taxas de juro. Na prática, o *crash* bolsista de 1987 foi a primeira crise que demonstrou o potencial de rápido contágio⁷ do pânico num mercado financeiro globalizado.

2. A crise mexicana de 1994/95

A crise mexicana⁸ foi a primeira grande crise internacional da década de 1990, com reflexos ao nível das economias-membro do Mercosul: Brasil, Argentina, Uruguai e Paraguai. O estudo dos reflexos dessa crise nas economias do Mercosul mostra-se particularmente importante pelo facto de que a crise mexicana ter deflagrado no mesmo ano da formação efetiva do Mercosul, ou seja, em 1994.

Com efeito, em 20 de Dezembro de 1994, o governo mexicano optou por desvalorizar a sua moeda – o peso –, no intuito de, através do mecanismo denominado desvalorização deslizando (*crawling peg*), promover as exportações e incentivar o crescimento económico.

⁷ S. H. Kim, Kose e Plummer (2000, p. 1) definem “*contágio* em sentido amplo como a transmissão de choques de um país para o outro através de vários canais, mesmo através dos que observamos em tempos normais. Outros definem *contágio* de forma restrita como canais específicos de transmissão, que observamos apenas durante períodos de crise”.

⁸ Cfr. Sachs, Tornell e Velasco (1996) e La Peña (1997)

Porém, os elevados níveis de inflação entretanto observados deitaram por terra esta estratégia. Ademais, as importações tornaram-se relativamente baratas, donde advieram fortes desajustamentos ao nível da balança comercial.

Nesse período de crise, o governo interveio ao adotar algumas medidas que visavam, sobretudo, a manutenção da estabilidade cambial. Deste modo, o banco central adquiriu ao exterior um montante considerável de dólares, o que, por sua vez, determinou que o estado abrisse o mercado de títulos aos investidores externos. O défice comercial teve um impacto severo ao nível da economia real, dado que milhares empresas foram atingidas por processos de falência ao mesmo tempo que o desemprego atingiu valores históricos.

Porém, a instabilidade cambial que então se vivia – em Janeiro de 1995, o peso mexicano tinha sofrido uma desvalorização que atingiu os 60% – conduziu os investidores a uma fuga de capitais para o exterior, exaurindo os fundos do país.

A crise mexicana de 1994/95 refletiu-se principalmente nas economias emergentes, como o Brasil e a Argentina, pois o acréscimo do risco cambial dos investimentos realizados nos países latino-americanos provocou a venda massiva dos títulos detidos pelos investidores internacionais, resultando, assim, na fuga de grandes volumes de capital para o exterior. Este efeito de contágio ficaria conhecido como “efeito tequila”.

Em 1995, ano em que se observaram os maiores efeitos da crise mexicana nas economias emergentes, o Paraguai estava imerso numa crise bancária. Desta sorte, o efeito de contágio da crise mexicana determinou que os recursos externos se tornassem ainda mais escassos. Porém, o “efeito tequila” seria razoavelmente limitado no caso do Paraguai dado que as relações comerciais entre os dois países não eram expressivos, a ponto de provocar sérios impactos na economia real.

Já no caso do Uruguai, o “efeito tequila” gerou uma fuga de capitais da ordem dos 42%, em 1995, passando para 83% em 1996.

Para impedir que a crise mexicana atingisse outros países da América Latina e se propagasse para o sistema financeiro internacional, mormente para a Europa e para os Estados Unidos, o México foi alvo de um *bailout*, que se consubstanciou em empréstimos que ascenderam a 65 biliões de dólares, dos quais 18 biliões foram garantidos pelo FMI.

Acresce referir que o tempo da crise mexicana foi ainda pautado por convulsões de natureza política, mormente pelos episódios de corrupção associados ao governo de Carlos Salinas e pelo assassinato do candidato às eleições presidenciais Luís Donaldo Colosio, em Março de 1994.

O ano de 1994 marca também a participação do México nos acordos de comércio com a América do Norte. De acordo com Bastos *et al.* (2009, p. 100), “A crise de 1994, por sua vez, levou o México à participação do NAFTA – Acordo de Livre Comércio da América do Norte, também em 1994, objetivando facilitar a recuperação da atividade económica do país”.

3. A crise asiática de 1997

A crise financeira deflagrou durante o Verão de 1997, no dia 2 de Julho, e teve como fonte de ignição a forte desvalorização do *bath* tailandês relativamente ao dólar. Esta crise contagiou rapidamente outros países asiáticos, razão pela qual ficaria conhecida na literatura financeira como “gripe asiática”.

A desvalorização cambial fez-se acompanhar de uma forte fuga de capitais para o exterior, principalmente por parte dos investidores institucionais, bem como da queda abrupta das cotações dos ativos.

Esta crise teria rápidas repercussões ao nível da economia real. Desde logo, a forte redução das importações, na sequência da desvalorização cambial, exauriu as reservas cambiais, dificultando seriamente a sua recuperação no médio e no longo prazos. Para além disso, entre as cinco economias mais afetadas pela crise – Tailândia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas e Indonésia – foram registadas, em 1998, quebras que corresponderam a 10,2%, 6,7%, 7,4%, 0,6% e 13%, respectivamente. Estas cinco economias voltaram a crescer desde o primeiro trimestre de 1999, em grande medida devido a programas financeiros estritos, reformas económicas e, sobretudo, à ocorrência de programas de resgate que lhe foram dirigidos em termos internacionais.

A crise financeira asiática transformou-se numa crise económica ao causar o declínio dos PIB das economias atingidas, que anteriormente alcançaram índices de crescimento consideráveis, os quais não deixavam antever a dimensão e a extensão que esta crise viria a assumir no contexto mundial.

Com efeito, a crise asiática atingiu países como o Brasil e a Argentina, principais economias do Mercosul, sendo estes efeitos tratados na literatura, donde se elegem os trabalhos conduzidos por Canuto (2000), Amaral (2007) e Bastos (2009).

No que tange à avaliação das causas da crise financeira, aponta-se o intenso ciclo de entrada e saída de capital externo, comum a toda região, consubstanciado na entrada de investimentos diretos externos e de investimentos em carteira, “causando super-aquecimento nas economias domésticas, bem como pressões especulativas de alta nos ativos. Tailândia e Malásia chegaram a receber fluxos acima de 10% do PIB” (Canuto, 2000, p. 7).

Entre o período de 1993 a 1997, nas cinco economias asiáticas, a *ratio* passivos bancários/PIB e a *ratio* dívidas de curto prazo/reservas cresceram de forma acentuada.

Canuto (2000) aponta, ainda, algumas influências externas que, embora não tendo a sua causa imediata, ponderaram no desenvolvimento da crise asiática, sendo entendidas como reforços da vulnerabilidade das economias envolvidas. Entre essas influências incluem-se: crescimento das exportações chinesas após a desvalorização cambial em 1994 e a depressão económica japonesa, que implicou menores compras de produtos dos países vizinhos.

Segundo Canuto (2000), em consequência dos fatos anteriormente apontados as exportações dos cinco países emergentes (Tailândia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas e Indonésia) desaceleraram antes da crise financeira de 1997. Embora esta desaceleração seja insuficiente para explicar a crise, demonstra assim a instabilidade financeira em que se encontravam essas economias. A saída definitiva da crise dependeria, segundo Canuto (2000) de medidas de carácter imediato embora acompanhadas por soluções de alcance mais estrutural.

4. A crise russa de 1998

Em 1998, os efeitos da “gripe asiática” estenderam-se ao mercado financeiro russo. Consequentemente, a Rússia também entra em crise nesse mesmo ano, desvalorizando a sua moeda – o rublo – e determinando o adiamento parcial do pagamento da sua dívida externa.

A Rússia passou por uma profunda crise económica nos anos noventa do século XX, com altas taxas de endividamento, desemprego, inflação e baixos índices de crescimento económico. Em grande medida, este processo foi resultado de uma transição acelerada de uma economia planificada para uma economia de mercado.

A crise da economia planificada soviética teve início nos anos setenta do século XX, mas foi minimizada pelos altos preços do petróleo, após a crise petrolífera de 1973 e a crise petrolífera de 1979-1980. O petróleo era exportado em grande quantidade pela então URSS, que também havia aumentado as exportações militares aos países do Terceiro Mundo.

Entretanto, a queda no preço dos produtos agrícolas, minerais e produtos energéticos (petróleo, gás natural), a partir de 1984-1985, deixou claro os limites daquele modelo. A Perestroika afigurava-se como um plano ousado para realizar uma transição controlada para uma economia de mercado, que fracassou, entre outros aspetos, pela fragilidade económica que a então URSS evidenciava desde os anos oitenta.

Todavia, a causa próxima da crise é entendida como sendo a incapacidade das autoridades em resolver os seus problemas estruturais e fiscais. Após uma queda das receitas fiscais em 1997, o governo intervém com soluções pouco realistas e que, em vez dos efeitos desejados, conduziram a uma substancial queda do PIB e, por conseguinte, ao endividamento governamental financiado através de créditos de curto prazo.

A crise económica foi agravada pelo colapso político da URSS e pela desintegração territorial da União Soviética em 1991. A partir de 1992, a Rússia procurou implementar uma política de "choque" económico tendo em vista a adoção de um modelo capitalista, embora com sérias dificuldades, principalmente na reestruturação dos sectores produtivos tradicionais. A falência de milhares de empresas levou ao aparecimento de um desemprego massivo.

O período pós-1992 foi de grande turbulência, quando o país se deparou perante uma profunda crise económica, apresentando taxas negativas de crescimento do PIB, altas taxas

de inflação e elevado desemprego. O consumo total de energia na ex-URSS caiu em quase 50% quando comparado com o período até 1991. O desemprego atingia 15% da população economicamente ativa e 35% dos russos passaram a viver abaixo da linha da pobreza.

A crise russa – bem como a crise asiática – deixaram algumas lições importantes para os demais países do mundo, em especial para os «emergentes»: a necessidade de diminuir o endividamento exagerado, a necessidade de melhorar os mecanismos nacionais de condução dos sectores financeiro e empresarial e a importância de uma boa regulamentação para os fluxos de capitais de curto prazo.

5. A crise Argentina de 2001

A economia argentina sofreu fortemente com a instabilidade nos seus mercados financeiros no segundo semestre do ano de 2001.

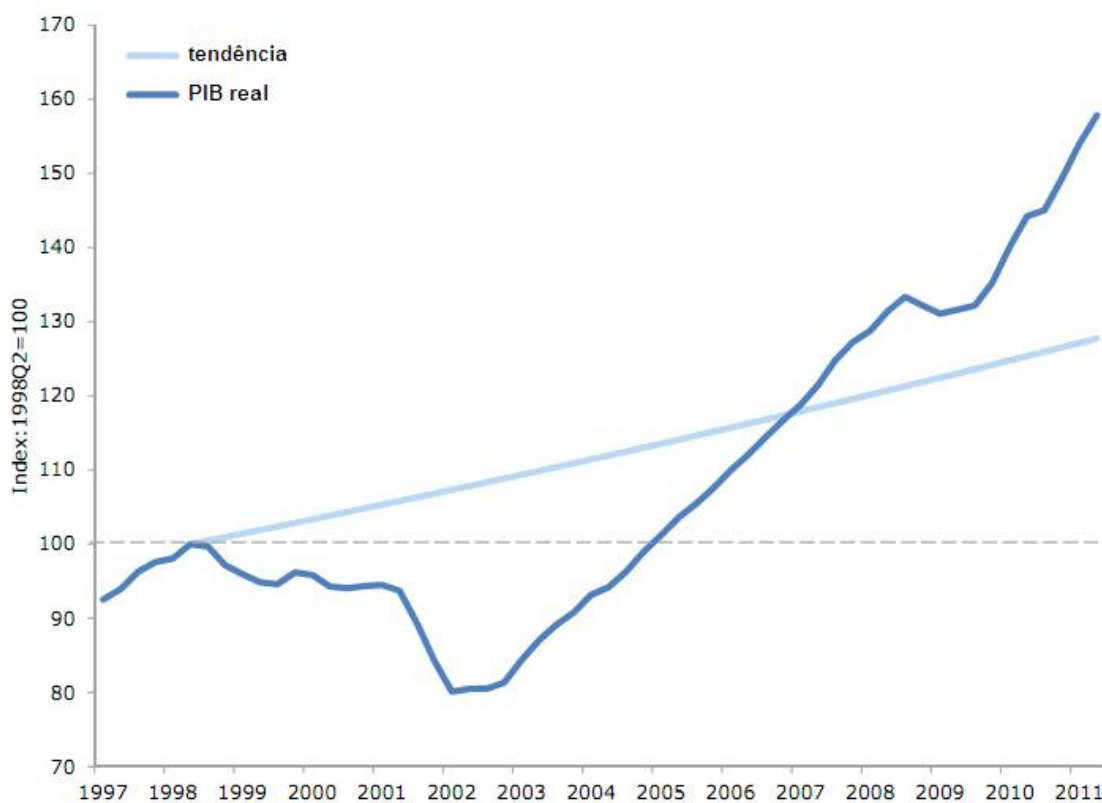
Em Novembro de 2001, assistiu-se à desvalorização da moeda e ao aviso da incapacidade do país para executar os pagamentos da dívida externa. No seguimento de consecutivas vagas de fugas de capitais, foram introduzidos mecanismos de controlo de capitais no dia 1 de Dezembro de 2001. A lei marcial foi decretada no dia 18 de Dezembro de 2001, depois de protestos violentos. O Presidente argentino demitiu-se dois dias após, sendo que, no dia 23 de Dezembro, foi anunciada a suspensão dos pagamentos da dívida, passando a um regime de flutuação cambial.

Mais tarde, no dia 2 de Janeiro de 2002 e no dia 1 de Fevereiro, foram implementadas medidas legislativas no sentido de restringir os levantamentos de depósitos bancários. Ainda assim, nos dois meses seguintes, os levantamentos diminuíram em 30% os montantes depositados nos bancos argentinos. Embora com menor gravidade, os efeitos da crise continuaram a manifestar-se durante o ano de 2002: em Abril desse ano, a atividade bancária foi temporariamente suspensa e, em Novembro, o país viu-se incapaz de assegurar a ajuda do FMI por ter falhado o pagamento de uma dívida de 800 milhões de dólares ao Banco Mundial.

Como podemos ver na figura seguinte, o PIB argentino voltou ao nível pré-recessão depois de apenas três anos de crescimento. De acordo com a tendência de crescimento pré-

recessão, o PIB acabou por atingir o nível esperado em 2007. Em 2008-2009, este indicador acabaria por retrair, o que se deveu, em grande medida, á crise financeira dos EUA, tendo, de imediato, reentrado em fase de crescimento.

Figura 2 - PIB real da Argentina e valores projetados antes da recessão



Fonte: Weisbrot,, Ray, Montecino e Kozameh (2011)

O crescimento da Argentina é muitas vezes explicado como sendo uma resposta natural à recessão. Porém, como se mostra na figura anterior, em apenas três anos o PIB voltou para os níveis de pré-recessão, o que evidencia a fragilidade das economias emergentes e a sua sensibilidade às mutações ocorridas em economias mais fortes, mormente na dos Estados Unidos.

Tabela 1 – Contribuição por agregado para o crescimento real

Argentina: Crescimento Real do PIB por Categoria

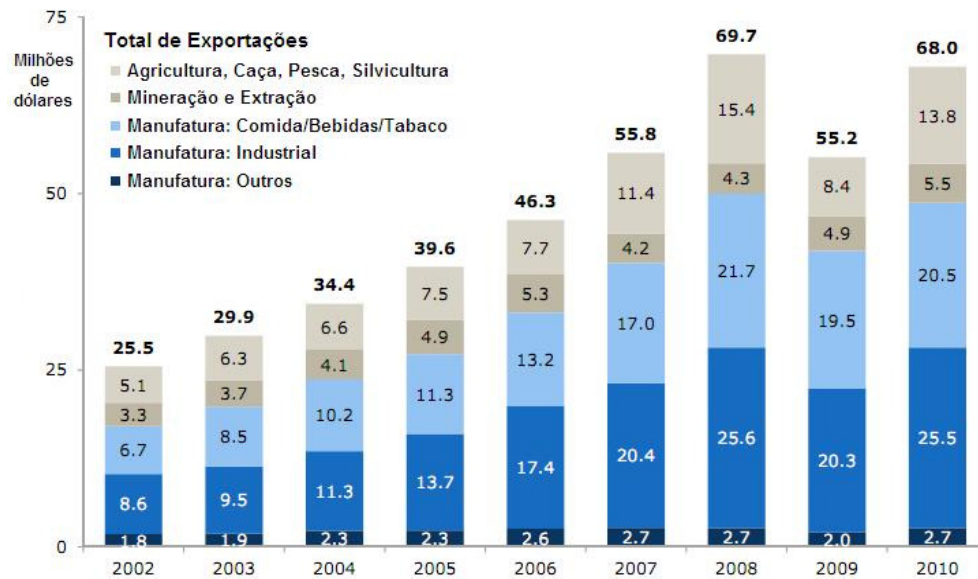
	Contribuição por Cada Categoria						Aumento Total do PIB
	Consumo Privado	Consumo do Governo	Formação de Capital Bruto	Exportação	Importação	Variações em Inventários e Disc. Estatísticas	
1998	2.4	0.4	1.3	1.1	-1.1	-0.3	3.9
1999	-1.4	0.3	-2.7	-0.1	1.5	-1.1	-3.4
2000	-0.5	0.1	-1.3	0.3	0.0	0.6	-0.8
2001	-4.0	-0.3	-2.8	0.3	1.7	0.6	-4.4
2002	-9.9	-0.7	-5.8	0.4	5.6	-0.6	-10.9
2003	5.4	0.2	4.3	0.8	-2.4	0.5	8.8
2004	6.2	0.4	4.9	1.1	-3.2	-0.4	9.0
2005	5.9	0.8	4.0	1.8	-2.1	-1.3	9.2
2006	5.1	0.6	3.6	1.0	-1.7	-0.2	8.5
2007	5.9	0.9	2.9	1.3	-2.5	0.1	8.7
2008	4.3	0.8	2.1	0.2	-1.9	1.3	6.8
2009	0.3	0.9	-2.4	-0.9	2.7	0.2	0.9
2010	5.9	1.2	4.4	1.8	-3.9	-0.2	9.2

Fonte: Weisbrot,, Ray, Montecino e Kozameh (2011)

Nas figuras seguintes, podemos verificar que, apesar das exportações terem aumentado em valores absolutos (valores em dólares americanos), registaram um decréscimo relativamente ao PIB. Tal é o caso das exportações de produtos agrícolas que caíram de 5%, em 2002, para 3.7%, em 2010. Estes valores que refletem um grande aumento dos preços das mercadorias de 2005 a 2008, o que vem tornar inviável um modelo de crescimento baseado na exportação de produtos agrícolas.

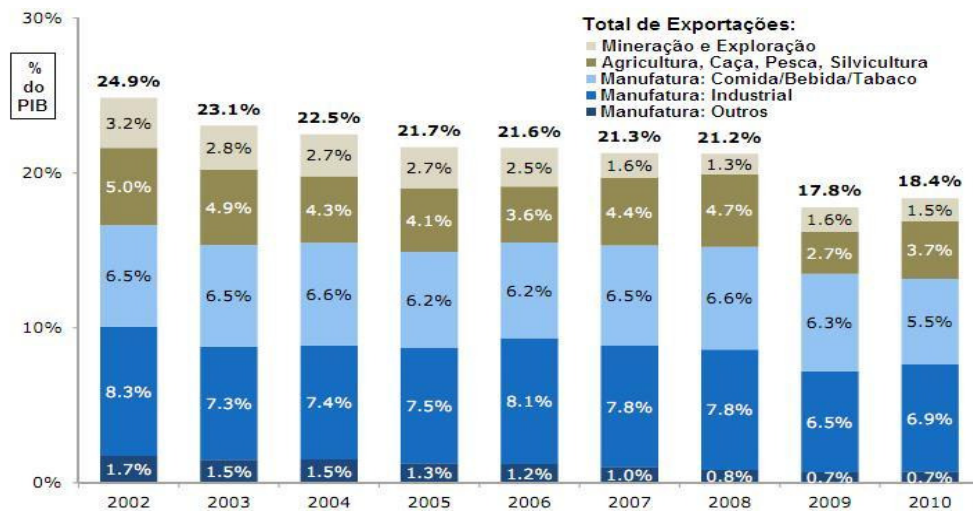
Figura 3a – Valores das exportações por categoria e valor (em dólares americanos)

O QUE É UMA CRISE FINANCEIRA? – BREVE CONTRIBUTO PARA A TIPIIFICAÇÃO DO CONCEITO



Fonte: Weisbrot, Mark, Rebecca Ray, Juan A. Montecino e Sara Kozameh (2011)

Figura 3b – Valores das exportações por categoria e valor (em % do PIB)

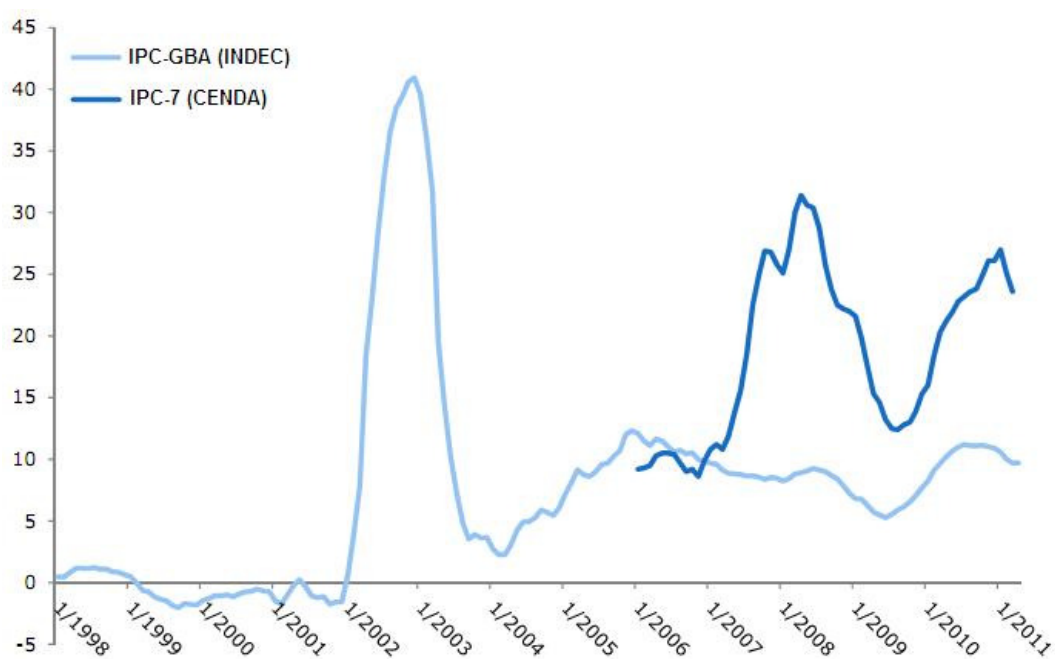


Fonte: Weisbrot, Ray, Montecino e Kozameh (2011)

Uma das principais consequências da crise argentina foi o aumento desmesurado da inflação. A Argentina tinha antecedentes de baixas taxas de inflação, chegando a ter três anos consecutivos de deflação. A igualdade com o dólar garantia que os preços fossem altamente estáveis no país. Porém, em Janeiro de 2002, os preços dos alimentos

aumentaram cerca de 33%, com consequências gravosas para toda a população. O governo criou então os denominados “centros de descontos”, isto é, uma espécie de feiras onde pequenos produtores vendiam os produtos de alimentação básica directamente aos consumidores.

Figura 4 – Variação Anual da Inflação em Percentagem, IPC-GBA (oficial) e IPC-7 (independente)



Fonte: Weisbrot., Ray, Montecino e Kozameh (2011)

A figura anterior mostra o IPC-7 que é o índice de inflação medido pela CENDA (Centro de Estudios para el Desarrollo Argentino – um grupo de reflexão, da Argentina); por seu turno, o índice oficial do INDEC (Instituto Nacional de Estadística e Censos) é o IPC (Índice de Preços ao Consumidor). O IPC-7 mede a inflação, observando a variação dos preços ao consumidor em sete diferentes províncias, enquanto o IPC (oficial) só mede os preços na grande Buenos Aires.

A inflação registada na Argentina no apogeu da crise ponderou em muitos relatórios internacionais. Com efeito, de acordo com o IPC-7 e alguns estudos académicos, a

Argentina registou, na época em apreço, uma das taxas de inflação mais elevadas registadas em termos internacionais nos últimos anos. No entanto, este pico foi facilmente ultrapassado sendo que a inflação argentina viria a conhecer, de acordo com o IPC-7, valores da ordem dos 31%, no período de 2007/2008. Em 2009, a inflação desceu para 13,2%, atingindo, de novo, valores elevados em 2011.

Após ter sido considerada nos finais do século XIX como um dos países mais ricos do mundo, a Argentina foi ao longo do século XX perdendo a sua importância relativa a nível internacional. As altas taxas de crescimento verificadas até 1929 deliberavam, fundamentalmente, na exportação de produtos agropecuários, para os quais o país apresentava uma forte vantagem comparativa. Este crescimento, muito frágil à oscilação dos preços dos mercados internacionais e da procura externa, foi amplamente sustentado por capitais externos. Depois da grande recessão a Argentina adotou várias estratégias de desenvolvimento que passaram pela substituição de importações a várias tentativas de liberalização da sua economia. O período de 1947 a 1980 foi caracterizado por grande instabilidade política, com a alternância de sucessivos regimes políticos, e períodos de crescimento económico logo seguidos de quebras e de recuperações normalmente lentas.

Já os anos 80 foram caracterizados, tal como a generalidade das economias emergentes, pelo aumento da dívida externa, pelo crescimento negativo do produto pela hiperinflação. Os anos 90 mostraram uma mudança estratégica na conceção do desenvolvimento. O Governo argentino, apoiado financeiramente pelo FMI, realizou um conjunto de reformas de inspiração neoliberal que, até 1998, se traduziram em elevadas taxas decrescimento económico.

O Plano de Convertibilidade, iniciado em 1991, que determinou a igualdade entre o peso argentino e o dólar americano, permitiu esbater a hiperinflação e dar ao país credibilidade internacional, tendo contudo como contrapartida, a perda de flexibilidade no uso da política cambial. No final de 1998 iniciou-se uma crise económica que se prolongou pelos quatro anos seguintes acarretando graves consequências políticas, económicas e sociais. O modelo neoliberal começou assim a ser questionado e acusado de ter conduzido ao desemprego e à pobreza.

Diversos trabalhos têm colocado diferentes ênfases sobre as origens da crise argentina, sendo, contudo, difícil apontar uma causa única. Não obstante, a maioria dos autores concorda em afirmar que a Argentina não apresentava as condições necessárias à manutenção da paridade cambial peso-dólar, há uma excessiva dependência dos fluxos externos de capital face à capacidade de se gerar poupança interna. Assim, quando em 1998 se verificou o chamado *sudden stop* (crise russa de 1998), a Argentina viu-se impossibilitada de servir a sua dívida externa, dada a falta de competitividade gerada pelo regime de câmbios fixos e a pequena dimensão do seu sector de exportação.

Em suma, a crise argentina teve efeitos nefastos sob o ponto de vista económico e social, permitiu, que se tirassem algumas importantes ilações, pois permitiu que o FMI encetasse um debate mais profundo relativamente aos programas a conduzir, tendo em vista a prevenção de crises de natureza similar.

6. A crise do subprime – 2008

Decorria o Verão de 2007, quando a palavra *subprime* começou a aparecer timidamente nas páginas dos jornais económicos. Poucos eram os que conheciam exatamente o seu significado, bem como o seu poder de alcance. Ficou então a saber-se que indicava um segmento do mercado hipotecário americano, o da concessão de empréstimos para aquisição de casa própria a pessoas com baixos rendimentos, que ficou conhecido na gíria pelo acrónimo NINJA (*no income, no assets, no job*). O nome servia para o opor ao segmento *prime*, das hipotecas de baixo risco.

A crise financeira de 2008 foi a maior da história do capitalismo desde a grande depressão de 1929. Começou nos Estados Unidos após o colapso da bolha especulativa no mercado imobiliário, alimentada pela enorme expansão de crédito bancário e potencializada pelo uso de novos instrumentos financeiros. A crise financeira espalhou-se pelo mundo inteiro em poucos meses. O acontecimento que potenciou a derramamento da crise foi a falência do banco de investimento Lehman Brothers, no dia 15 de Setembro de 2008, após a recusa do Federal Reserve em promover uma operação de *bailout* à instituição. A atitude do FED teve um impacto tremendo sobre o estado de confiança dos mercados financeiros,

rompendo a convicção dominante de que a autoridade monetária norte-americana iria auxiliar todas as instituições financeiras potencialmente afetadas pelo estouro da bolha especulativa no mercado imobiliário.

O rompimento desse equilíbrio gerou o pânico entre as instituições financeiras, o que resultou num aumento significativo da preferência pela liquidez, principalmente no caso dos bancos comerciais. O aumento da procura pela liquidez desencadeou um processo de venda de ativos financeiros em larga escala, conduzindo a um processo de “deflação de ativos”, de acordo com o descrito por Minsky, com uma queda súbita e violenta dos preços dos ativos financeiros, e contração do crédito bancário para transações comerciais e industriais. A redução do crédito originou uma rápida e profunda queda da produção industrial e do comércio internacional em todo o mundo.

A crise do subprime foi um dos temas que mais se destacou no cenário económico internacional de 2007. Ao longo do segundo semestre, os mercados financeiros foram, em duas ocasiões, surpreendidos por notícias de que as perdas relacionadas com o financiamento da aquisição de imóveis nos Estados Unidos (EUA) eram muito elevadas. O mais importante, no entanto, não era a dimensão dos prejuízos, mas o fato de que, pela concentração do risco, ameaçavam a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento.

Esta crise permitiu evidenciar as fragilidades estruturais de outros países, mormente em termos de fiscalidade e de equilíbrio orçamental, como foi, por exemplo, o caso da Grécia. Estes países caracterizam-se, entre outros aspetos, por níveis de endividamento elevado e crescente, o que potencia o receio dos investidores. Com efeito, os investidores temem que estes países tenham dificuldade em manter esta situação por longo tempo, o que poderia levar a um *default*⁹ dos títulos de dívida.

⁹ *Default* refere-se à incapacidade de incumprimento no pagamento de uma determinada responsabilidade financeira.

A União Europeia ordenou que todos os países da região, principalmente aqueles mais expostos à crise (com maior défice orçamental), ajustassem as suas contas públicas, reduzindo o défice de acordo com os padrões desejados nas regras impostas pela região.

Isto implicou anúncios de medidas de cortes de gastos públicos e ajustes nos orçamentos de países como Grécia, Portugal e Espanha (entre outros), de forma a melhorar as suas contas públicas. Estas medidas são complementares ao pacote de ajuda financeira e servem para assegurar que os países com pior situação melhorarão a sua condição financeira futura, reduzindo riscos de dívida.

Os anúncios de cortes nos gastos públicos de países da União Europeia refletiram negativamente na expectativa do mercado financeiro quanto à recuperação da economia da Europa nos trimestres seguintes. Esta perspetiva negativa quanto à expansão menor ou negativa do PIB europeu também contribuiu para quedas nas bolsas europeias. Menores gastos públicos poderão impossibilitar a atividade económica nos países da Europa, fazendo com que o PIB da região cresça menos ou volte a apresentar quebra nos próximos anos.

Os países europeus e o FMI anunciaram, de forma preventiva, um pacote de ajuda de 750 bilhões de euros para garantir que haverá liquidez para os títulos dos países em crise. O pacote preventivo veio, assim, limitar a possibilidade de ocorrência de maiores perturbações financeiras ao nível da União Europeia. Voltaremos, no entanto, a este assunto no capítulo 3, a propósito dos mecanismos de prevenção de crises.

CAPÍTULO 3

AS CRISES FINANCEIRAS E OS 3P – PERCEPÇÃO, PREVISÃO E PREVENÇÃO

Descritos que estão alguns dos contributos mais marcantes sobre o entendimento das crises financeiras, enumerados que estão alguns dos episódios de crise recentemente ocorridos, facilmente concluímos que a maioria desses contributos é anterior aos episódios apontados.

Com efeito, as crises financeiras não param de surpreender, emergindo, cada uma delas, com etiologias diferentes e com novos fatores explicativos. A este título, retemos o entendimento de Quelhas (2013), de acordo com o qual «O conceito de crise financeira é, por excelência, um *conceito inacabado*, onde ponderam múltiplos elementos constitutivos, nomeadamente de natureza bancária, monetária e cambial, que obstam à delimitação das suas fronteiras». Trata-se, assim, de uma dificuldade metodológica subjacente ao próprio trabalho.

Ainda assim, neste Capítulo, procuraremos, sobretudo, discutir os três pontos que nos parecem essenciais neste campo: perceção, previsão e prevenção, os quais, por similitude com os 4P do Marketing, decidimos designar por 3P das crises financeiras. Estes 3P assumem um carácter gradativo, não sendo possível discutir a previsibilidade das crises sem termos nota do seu entendimento e do seu poder de alcance.

Quando tratamos da questão da perceção das crises financeiras, procuraremos, para além de sublinharmos eventuais pontos de contacto entre os episódios descritos, atenderemos aos contributos mais recentes em matéria de crises financeiras, que permitam, assim, deslindar os fatores explicativos associados aos episódios mais recentes.

1. A percepção das crises financeiras

Como já referimos, há várias teorias acerca do desenvolvimento das crises financeiras e ao modo de evitá-las, não havendo, contudo, consenso entre os economistas. As crises continuam a ocorrer por todo o mundo, parecendo desencadear-se com certa regularidade, sendo inerentes ao próprio funcionamento da economia capitalista.

Desde a crise de 1929, a crise económica de 2008 foi a que atingiu proporções mais severas, atingindo economias de todo o planeta.

O termo «crise financeira» reporta-se a um elenco alargado de situações, nas quais concorrem, porém, dois fatores fundamentais: 1) envolve a perda de valor de instituições ou de ativos financeiros; 2) esse processo propaga-se rapidamente.

Desta sorte, uma crise financeira é um processo com começo, meio e fim. Porém, em muitos casos, os agentes económicos não têm capacidade para decifrar os denominados «sinais de alerta», em grande medida devido à rapidez com que os mesmos se propagam.

Porém, atendendo ao modo de ignição e ao respetivo poder de alcance, existem, fundamentalmente, em nosso entendimento, dois tipos de crises:

- 1) A
s que emergem no mercado de bolsa e que, embora, severas e com repercussão internacional, ficam confinadas a esses mercados;
- 2) A
s crises que combinam flutuações cambiais, monetárias e financeiras, que geram forte impacto na economia real.

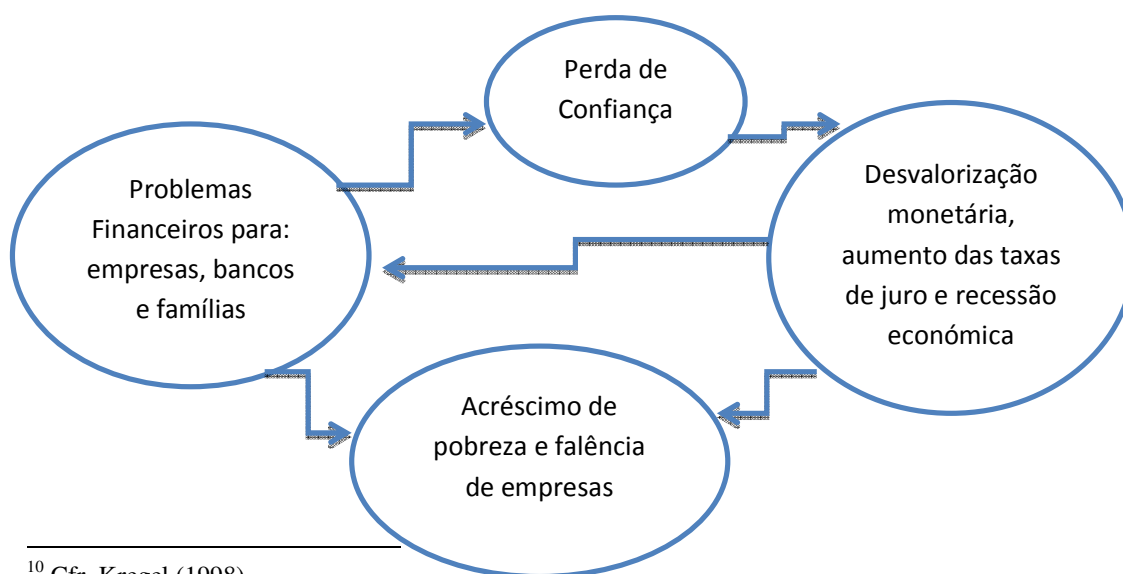
Como tal, de volta aos episódios descritos, observamos que o *crash* de 1987 foi uma crise que emergiu no mercado de bolsa, tendo sido, embora a primeira crise que demonstrou o potencial de rápido contágio do pânico num mercado financeiro globalizado. A combinação de vários fatores determinou o pânico nos mercados americanos, que se alastrou pela Europa e pelo Japão, conduzindo à quebra do mercado de ações à escala global.

Já entre 1994 e 2008 ocorreram diversas crises, todas elas em economias denominadas «emergentes» e acompanhadas de uma forte dimensão cambial. As crises

cambiais caracterizam-se pela perda considerável de reservas internacionais do governo ou do banco central, decorrente da inversão súbita nas expectativas dos investidores relativamente à taxa de câmbio futura e à capacidade de solvência do país em relação a suas obrigações financeiras externas. Tendem a manifestar-se logo após o final de uma fase prolongada de crescimento económico, sustentado pelo incremento do crédito interno e pela sobrevalorização da respetiva moeda. Resultam, portanto, do efeito *boom-bust* do crédito bancário, dos fluxos internacionais de capital, dos preços dos ativos e do produto¹⁰.

Segundo Kaminsky e Reinhart (1999), as crises bancárias são, geralmente, precedidas por uma liberalização financeira e/ou por maior liquidez internacional. As crises bancárias antecedem, em regra, as crises cambiais, as quais, por sua vez, agravam os problemas do setor bancário devido à depreciação da taxa de câmbio e ao aumento da taxa de juros, levado a efeito o intento de estabilizar a taxa de câmbio. A precedência das crises bancárias em relação às crises na balança de pagamentos não implica causalidade, sendo que ambas têm como causa comum fundamentos económicos frágeis, tais como: apreciação cambial, quebra nos termos de troca, taxas de juro elevadas e crescentes, bem como baixo crescimento económico. Uma vez desencadeadas, as crises financeiras auto reforçam-se, através de uma espiral viciosa, conforme se mostra na figura seguinte.

Figura 2 – O ciclo vicioso da crise financeira



¹⁰ Cfr. Kregel (1998).

2. A previsão das crises financeiras

Estando identificados alguns dos traços comuns que caracterizam as diversas crises financeiras, coloca-se inevitavelmente a questão de saber quais os motivos que obstem à sua previsão.

Com efeito, apesar da existência desses elementos comuns, a rapidez da deflagração constitui, por si só, uma limitação à adequada previsibilidade das mesmas. Para além disso, as crises financeiras revelam alguma mutabilidade, ou seja, embora os fatores de origem possam ser idênticos, revelam etiologias e, sobretudo, mecanismos de propagação muito diversos.

Sem pretendermos entrar em argumentos de natureza epistemológica, resultante da amálgama de entendimentos que ponderam na literatura sobre o papel da incerteza¹¹ no sistema económico e financeiro, tomamos aqui o entendimento de Simon (1981, p. 147) de acordo com o qual: “As boas previsões têm dois requisitos que muitas vezes são difíceis de ser satisfeitos. Em primeiro lugar, elas requerem uma compreensão teórica do fenómeno a ser previsto, como base do modelo de previsão, ou então fenómenos que sejam suficientemente regulares para poderem ser simplesmente extrapolados. Já que a segunda condição é raramente satisfeita por dados concernentes aos negócios humanos (ou mesmo às condições atmosféricas), nossas previsões serão boas, em geral, apenas na mesma medida em que nossas teorias o sejam. O segundo requisito para a boa previsão consiste em dispor de dados confiáveis referentes às condições iniciais, o ponto a partir do qual se começa a efetuar a extrapolação”.

O avanço das sociedades depende dos avanços do conhecimento. Contudo, a existência na literatura de referências cada vez mais profundas, o acesso a bases de dados mais completas e a existência de meios tecnológicos cada vez mais sofisticados nem sempre conduz – e não conduz necessariamente – a um conhecimento mais adequado da realidade.

¹¹ Cfr. Quelhas (2012), essencialmente Capítulo 4.

Em jeito de síntese, pode-se dizer que as crises financeiras têm sido mutáveis, ao ponto de, em vez de se preverem, têm que se prevenir.

3. A prevenção das crises financeiras

A crise financeira que se iniciou em 2008 nos Estados Unidos, e que teve como ícone a falência do Lehman Brothers, demonstrou a interdependência e as fortes conexões das economias e do sistema financeiro a nível global. Na UE, e em particular na Zona Euro, evidenciaram-se as fragilidades da construção do euro e a vulnerabilidade do sistema bancário, tornando urgente a necessidade de maior supervisão, coordenação e solidariedade.

Com efeito, perante a impossibilidade de prever certamente as crises financeiras, a União Europeia lançou-se ao trabalho, no sentido de proceder à criação de mecanismos de prevenção.

A União Europeia constituiu fundos e criou mecanismos para financiar os Estados-Membros em caso de necessidade de resgate: aprovou um novo pacto orçamental; reforçou a supervisão através da criação da Autoridade Europeia para o sector da Banca (EBA-Londres), da Autoridade Europeia para o sector dos Seguros e Pensões Complementares (EIOPA-Frankfurt) e da Autoridade Europeia para o sector dos Valores Mobiliários (ESMA-Paris); aumentou a prevenção garantindo a deteção precoce dos riscos macroeconómicos com a criação do Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB); avançou com regras comuns para o sector bancário (regras comuns para os níveis de capital dos bancos, regulação do sistema bancário paralelo, das agências de rating, fundos de investimento, abusos de mercado). Algumas destas medidas resultaram do denominado Relatório de Larosiére.

Em 12 de Setembro de 2012¹², a Comissão Europeia apresentou um conjunto de documentos, que constituem um Roteiro para a Criação de uma União Bancária. O tempo

¹² “COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO - Plano pormenorizado para uma União Económica e Monetária efetiva e aprofundada Lançamento de um debate a nível europeu” da Comissão Europeia (2012) 777.

Cfr. Comunicação da Comissão intitulada «Roteiro para uma união bancária», que define a visão geral da Comissão para o desenvolvimento da união bancária, que abrange o conjunto único de regras, a proteção

encarregar-se-á de demonstrar a eficácia destes mecanismos, ou seja, qual a capacidade de reação da UE a novas crises.

A concretização da União Bancária é de extrema importância, uma vez que permitirá reforçar a solidez dos mercados bancários e eliminar o contágio entre os bancos e os orçamentos nacionais. No fundo, pretende-se quebrar a relação de contágio negativo entre bancos e dívida soberana, restaurar a credibilidade do sistema financeiro, proteger os contribuintes e garantir que o sistema bancário está ao serviço do financiamento da economia real.

Este projeto consubstanciar-se-á em torno de três pilares essenciais: o Mecanismo Único de Supervisão, o Sistema de Garantia de Depósitos e o Mecanismo Único de Resolução Bancária.

A União Bancária será o primeiro passo para que a área do euro e a UE no seu conjunto entrem num círculo virtuoso que supere as suas falhas de conceção e permita ao mercado único retomar a direção da competitividade para cumprir os objetivos da Estratégia Europa 2020. Evitar-se-ia fracassos relativamente pequenos que originam danos sistémicos transfronteiriços ou desconfianças que causam o levantamento de fundos noutro país e debilitam qualquer sistema bancário nacional.

A consecução da União Bancária não deve, contudo, centrar-se unicamente na área do euro e na União no seu conjunto, mas deve também projetar os seus objetivos de cooperação e de competitividade especialmente nas áreas externas onde o euro exerce influência e no resto do mundo.

Como referido anteriormente, um dos instrumentos previstos no âmbito da União Bancária é o Mecanismo Único de Supervisão (MUS). Este mecanismo entrará plenamente em vigor em Março de 2014, data a partir da qual é possível a recapitalização direta dos bancos por parte do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE).

Com o MUS, o BCE verá os seus poderes reforçados, passando a supervisionar diretamente cerca de 200 instituições bancárias, nas quais estão incluídas todas aquelas que

comum dos depósitos e o mecanismo único de resolução para o setor bancário, COM(2012)510, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-953_en.htm?locale=en

têm ativos superiores a 30 mil milhões de euros ou ativos que correspondam a, pelo menos, 20% do PIB anual do país de origem.

Os restantes bancos (dos cerca de 6000 da UE) permanecem sob a alçada dos supervisores nacionais. No entanto, o BCE poderá chamar a si a supervisão de qualquer entidade, desde que entenda que tal se justifique.

Em Portugal, as instituições que ficarão sob a alçada de supervisão do BCE são o BES, o BCP, o BPI, a Caixa Geral de Depósitos, o Santander Totta e o Banif.

O Mecanismo Único de Resolução Bancária pretende responsabilizar os bancos (shareholders e credores) pelas suas próprias perdas, no sentido de evitar que este peso recaia sobre os governos.

O Sistema Comum de Garantias de Depósitos pretende uma maior harmonização e simplificação nos sistemas de garantia de depósitos, mais simples e financiados de forma mais sólida (com facilidades de empréstimos entre países). Note-se que, atualmente, a legislação comunitária assegura que todos os depositantes em bancos europeus têm uma garantia de 100.000 euros em caso de falência dos bancos.

Até ao final de 2014, a União Bancária deverá estar completa nos seus três pilares aqui referidos.

Para evitar o alastramento e o agravamento da crise, os Estados-Membros financiaram o sistema bancário para que este não falisse. Para tal endividaram-se, o que aumentou o défice e a dívida pública. Em Portugal, o caso BPN coincidiu temporalmente com a crise financeira internacional, embora saibamos que este assume contornos peculiares. Caso muito diferente é a situação do Banif. Este teve uma injeção de fundos públicos de 1,1 mil milhões de euros, através do recurso à linha de recapitalização disponível ao abrigo do programa de assistência económica e financeira a Portugal. Ao que tudo indica, o Estado português ganhará com todo este processo, uma vez que o juro pago pelo Banif ao Estado Português é superior ao que este paga pelo empréstimo concedido pela Troika ao nosso país. Seria, no entanto, preferível que fossem os bancos a resolver os seus próprios problemas, o que seria possível se a União Bancária já estivesse implementada.

É, pois, essencial prevenir, dar credibilidade e confiança ao sistema bancário e separar a dívida soberana dos problemas financeiros dos bancos. Urge, por isso, a concretização da União Bancária.

CONCLUSÃO

Uma vez finda a presente dissertação, concluímos que o trabalho foi conduzido no sentido de ir ao encontro da tipificação do conceito de crises financeiras, tal como o título indica “O que é uma crise financeira? – Breve Contributo para a tipificação do conceito”.

Principiámos por atender aos diversos contributos dados pelos diferentes autores, em que concluímos que a avaliação é diferente, no sentido em que cada um dos contributos pondera variáveis diversas. Enquanto na teoria da fragilidade financeira Minsky diz que as crises financeiras são inerentes ao funcionamento normal da economia, para Kindleberger as crises financeiras estão intimamente associadas aos períodos cíclicos da economia e ocorrem quando há mudança súbita no panorama económico. Numa visão monetarista, segundo a perspectiva de Anna Schwartz, as crises financeiras são identificadas como pánicos bancários (falências, suspensões de pagamentos, corrida aos bancos).

As diferentes crises ocorridas nos mercados financeiros – crash bolsista de Outubro de 1987, a crise mexicana de 1994/95, a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998, a crise argentina de 2001 e a crise financeira desencadeada em 2008, usualmente designada como crise do *subprime* – tendo gerado, todas elas, efeitos perniciosos.

Em suma, podemos dizer que a crise do *crash* bolsista de 1987 representou a primeira demonstração do potencial de contágio imediato do pânico num mundo globalizado. A crise mexicana, ocorrida em dezembro de 1994, representou a impossibilidade dos países de terceiro mundo sustentarem um crescimento baseado em uma abrangente abertura comercial e financeira, utilizando-se uma política de sobrevalorização do dólar no combate de suas respetivas taxas inflacionárias. A crise asiática de 1997 parecia ser uma crise regional; porém rapidamente se transformou no que se denominou "a primeira grande crise dos mercados globalizados", com severo impacto na economia mundial. A crise argentina foi tão severa como a de qualquer país nas décadas recentes mas, no entanto,

a recuperação da economia teve início 4 meses após a deflagração da sua deflagração, para o que muito contribuiu a renegociação do pagamento da dívida. No que concerne à crise do *subprime*, a falência do Lehman Brothers potenciou a crise e provocou um aumento da preferência pela liquidez dos bancos, prejudicando, até mesmo, o funcionamento dos mercados interbancários. Com a redução da liquidez na economia, os impactos recessivos tornaram-se consensuais entre as projeções dos analistas de mercado.

Para além disso, os 3P em torno dos quais estruturámos o último Capítulo – percepção, previsão e prevenção – revelaram-se úteis e essenciais para a adequada compreensão das crises financeiras. Com efeito, é de notar que a gravidade das crises interfere nestes 3P. Estes 3P podem também ir ao encontro do entendimento de Walter Bagehot, quando escreveu que uma crise pode passar por três fases: o *alarme*, quando o público percebe que uma ou outra instituição está fragilizada e pode quebrar, o *pânico*, quando se desconfia que todo ou quase todo o sistema financeiro pode estar abalado, e a *loucura*, quando cada um se convence que não há mais salvação e aí é o “salve-se quem puder”.

Embora se considere que os objetivos que nos propusemos foram atingidos em termos genéricos, o fim de uma dissertação potencia a reflexão em torno de tópicos correlacionados, a constituir sugestão para trabalhos futuros:

- 1) Deslocação do estudo das crises financeiras de montante para jusante, ou seja, em vez do modo de ignificação, centrar o interesse nos mecanismos de propagação das crises;
- 2) Deteção das particularidades subjacentes à crise cipriota de 2012/13;
- 3) Verificação, a prazo, da capacidade de a União Europeia evitar a emergência e a propagação de crises financeiras, em presença dos mecanismos de prevenção propostos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, SANDRA MARIA DE CARVALHO (2007): “A dinâmica das relações comerciais do Mercosul à luz dos instrumentos de política comercial (1998-2005)”. *Universidade de Brasília*, Instituto de Relações Internacionais, Programa de Mestrado em Relações Internacionais, Dissertação de Mestrado, Brasília-DF.

ARESTIS, PHILIP e MURRAY GLICKMAN (1999): “Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way”, *Department of Economics*, Working Paper 22, Dezembro, University of East London.

ALDRIGHI, DANTE MENDES e ANDRÉ DAUD CARDOSO (2009): “Crises Cambiais e Financeiras: uma comparação entre a América Latina e Leste Asiático”, *Economia e Sociedade*, Campinas, Abril, v. 18, n.º 1 (35), pp. 61-117.

BASTOS, LUCIANA APARECIDA (2009): “Avaliação do Desempenho Comercial do Mercosul: 1994-2005”, Tese de Doutorado em Economia, Departamento de História, São Paulo, 182 pp.

BERNANKE, BEN e MARK GERTLER (1986): “Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations”, working paper no 2015.

BRESSER-PEREIRA, LUIZ CARLOS (2009): “A crise financeira de 2008: Crise e recuperação da confiança”, *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 1 (113), janeiro-março, pp. 133-149.

BRUNNER, KARL (2002): "High-powered Money and the Monetary Base", *The New Palgrave: A dictionary of Economics*, Vol. 2, reimp. com correções, org. por John Eatwell, Murray Milgate e Peter Newman, Basingstoke, Palgrave Publishier, pp. 654-655 (1.º ed., 1987).

CABRAL, NAZARÉ DA COSTA: *Breve Guia Temático e Bibliográfico sobre o Estudo da Actual Crise Financeira e Económica*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

CANUTO, OTAVIANO (2000): “A crise asiática e os seus desdobramentos”, *Econômica*, vol. 2, n.º 4, pp. 25-60.

CARLSON, MARK (2006): “A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response”, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, Novembro, 25 pp.

CHARI, V. V. e RAVI JAGANNATHAN (1988): “Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium”, *The Journal of Finance*, Vol. XLIII, n.º 3, Julho, pp. 749-761.

COTTRELL, ALLIN e FALL (1994): “Post Keynesian Monetary Economics: A Critical Survey”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 18 pp. 587-605.

CROTTY, JAMES (2009): “Structural Causes of the Global Financial Crisis: a Critical Assessment of the ‘New Financial Architecture’”, *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 563-580.

DE BANDT, OLIVER e PHILIPP HARTMANN (2002): “Systemic Risk Banking: A Survey”, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: A Reader*, org. por Charles Goodhart e Gerhard Illing, Oxford, Oxford University Press, pp. 249-297.

DIAMOND, DOUGLAS W. e PHILIP H. DYBVIK (1983): “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *The Journal of Political Economy*, Volume 91, n.º 3, pp. 401-419.

DIAMOND, DOUGLAS W., RAGHURAM G. RAJAN (1999a): “A Theory of Bank Capital”, *University of Chicago and NBER*.

— (1999b): “Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking”, *NBER Working Paper Series*, n.º 7430, Dezembro, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 53 pp.

— (2000): “Banks Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications”, *NBER Working Papers Series*, n.º 7764, Junho, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 39 pp.

— (2002), “Liquidity Short Ages and Banking Crises”, *NBER Working Papers Series* n.º 8937, *National Bureau of Economic Research*, Maio, Cambridge, Massachusetts, 53 pp.

FRATZSHER, MARCEL (1999): “What Causes Currency Crises: Sunspots, Contagion or Fundamentals?”, *EUI Working Paper*, n.º 99/39, Florença, European University Institute – Department of Economics, 45 pp.

FRIEDMAN, MILTON E ANNA SCHWARTZ (1993): *A monetary history of the united states, 1867-1960*, reimp., Princeton, Princeton University Press (1.^a ed., 1963).

GHOSH, JAYATI e C. P CHANDRASEKHAR (2009), “The Costs of ‘Coupling’: The Global Crisis and The Indian Economy”, *Cambridge Journal of Economics*, 33, 725-739.

GARBER, PETER M., VITTORIO U. GRILLI (1988): “Bank Runs in Open Economies and the International Transmission of Panics”, NBER Working Papers Series n.º 2764, Novembro, Cambridge, Massachusetts, *National Bureau of Economic Research*, 18 pp.

GORTON, GARY (1985): “Bank Suspension of Convertibility”, *Journal of Monetary Economics*, n.º 15, pp. 177-193.

HEINEMANN, FRANK e GERHARD ILLING (2002): “Speculative Attacks: Unique Equilibrium and Transparency”, *Journal of International Economics*, vol. 58, n.º 2, Dezembro, pp. 429-450.

JACKLIN, CHARLES J. e SUDIPTO BHATTACHARYA (1988): “Distinguishing Panics and Information-based Bank-Runs: Welfare and Policy Implications”, *Journal of Political Economy*, vol. 96, n.º 3, Junho, pp. 568-592.

KIM, SUNGHYUN HENRY, M. AYHAN KOSE E MICHAEL G. PLUMMER (2000): “Understanding the Asian Contagion: An International Business Cycle Perspective”, *The International Centre for the Study of East Asian Development*, Working Paper Series, n.º 2000-14, Agosto, Kitakyushu, 37 pp.

KINDLEBERGER, Charles (2002): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 4.^a ed., (1.^a ed., 1978).

KEISTER, TODD (2010): “Bailouts and Financial Fragility”, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of New York or the Federal Reserve System, Setembro, 38 pp.

LA PEÑA, SÉRGIO DE (1997): “México a crise de 1995 em Perspetiva histórica”, *Economia e Sociedade, Campinas* (9): 147-158.

LAILER, DAVID e JAMES JOBIN (1981): “Monetarism: An Interpretation and an Assessment”, *The Economic Journal*, 91, 28 pp.

LEFRESNE, FLORENCE e CATHERINE SAUVIAT (2010): “Os modelos Sociais Europeus e Americanos frente à crise”, *ARGUMENTUM*, Vitória, jul/dez, v. 2, n.º 2, pp. 58-86.

LOSTEN, LAWRENCE R. e PAUL R. MILGROM (1985): “Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously informed Traders”, *Journal of Financial Economics* 14, pp. 71-100.

MARKOWITZ, HARRY M. (2009): “Proposals Concerning the Current Financial Crisis”, *Financial Analysis Journal, Global Financial Crisis*, pp. 25-27.

MELTZER, ALLAN H. (1986): “Comment on real and Pseudo-Financial Crises”, Carnegie Mellon University Research Showcase, *Tepper School of Business*, working papers n.º 784.

MINSKY, H. P. (1977): “A Theory of Systemic Fragility”, in *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, org. por Edward I. Altman e Arnold W. Sametz, Nova Iorque, pp. 138-152.

— (1992), “The Financial Instability Hypothesis”, working paper no. 74, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, New York. Published in P. Arestis and M. Sawyer, eds., *Handbook of Radical Political Economy*, Cheltenham: Edward Elgar, 1993.

MISHKIN, FREDERIC S. (1991): “Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective”, in *Financial Markets and Financial Crises*, org. por R. Glenn Hubbard, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 69-108.

MOLLO, MARIA DE LURDES ROLLEMBERG (1988): “Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: Uma Leitura de Minsky”, *Revista de Economia Política*, VOL. 8, nº1.

SACHS, JEFFREY, AARÓN TORSELL, ANDRÉS VELASCO (1996): “The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?”, *Journal of International Economics* 41, Dezembro, pp. 265-283.

QUELHAS, ANA P. (2013): “*Sistema Financeiro: Evolução do sistema financeiro; crises financeiras; regulação do sistema financeiro*” Aula lecionada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 22 de Maio.

QUELHAS, JOSÉ M. (2012): *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*, Coimbra Almedina.

RADELET, STEVEN e JEFFREY D. SACHS (2000): “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, *National Bureau of Economic Research*, University of Chicago Press Janeiro, p. 105 - 162

REINHART, CARMEN, MORRIS GOLDSTEIN e GRACIELA KAMINSKY (2000): “Assessing financial vulnerability, an early warning system for emerging markets: Introduction”, *Munich Personal RePEc Archive – MPRA*, University of Maryland, College Park, Department of Economics

SCHWARTZ, ANNA J. (1987): “Real and Pseudo- Financial Crises”, *National Bureau of Economic Research*, University of Chicago Press, pp. 271-288.

— (1995): “Systemic Risk and the Macroeconomy”, *Banking Financial Markets and Systemic Risk, Research in Financial Services: Private and Public Policy*, Vol. 7, org. por George G. Kaufman, Greenwich, Connecticut, JAI Press, pp. 19-30.

— (1998): “Coping with Financial Fragility: A Global Perspective”, in *Coping with Financial Fragility and Systemic Risk*, reimp., org. por Harald A. Benink, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers, pp. 251-257 (1.^a ed., 1995)

SCHNEIDER, FRIEDRICH e GEBHARD KIRCHGÄSSNER (2009): “Financial and world Economic Crisis: What did economics Contribute?”, *Discussion*, org. por Martina Flockerzi, Department of Economics University of St. Gallen, Julho, Paper n.º 2009-14.

SHI, JIANHUI (2000): “An Information-based Model of Twin Crisis, with an Application to the East Asian Crisis”, working paper, n.º 2000-003, Abril, Pequim, China Center for Economic Research (CCER), Peking University, 40 pp.

SICSÚ, JOÃO e HÉLDER FERREIRA DE MENDONÇA (2000): “Deflação, Desemprego e Recuperação Económica: Um Modelo Keynesiano”, *Revista Brasileira de Economia*, Outubro/Dezembro, Vol. 54, pp. 473-492.

SILVA, JOAQUIM R. (2001): “A Argentina bloqueada, 1998-2001, Que vias para a superação do Impasse?”, *Economia Internacional*, pp. 46-67.

SIMON, HERBERT A. (1996): *The Sciences of the Artificial*, MIT Press, Massachusetts Institute of Technology.

SKAMNELOS, ILIAS (2001): “Sunspot Panics, Information-Based Bank Runs Suspension of Deposit Convertibility”, Spring 2001 workshops, Janeiro, Nottingham, School of Economics-University of Nottingham, 24 pp.

SPIEGEL, MARK M. (2000): “Solvency Runs, Sunspot Runs, and International Bailouts”, working Papers in Applied Economic Theory, n.º 2001-05, Março, São Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, 31 pp.

TATOM, JOHN (2008): “Is the Financial Crisis Causing a Recession?”, *Networks Financial Institute at Indiana State University*.

WALDO, DOUGLAS G. (1985): “Bank runs, the deposit-currency ratio and the interest rate”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, issue 3, pp. 269-277

WEISBROT, MARK, REBECCA RAY, JUAN A. MONTECINO e SARA KOZAMEH (2011): “The Argentine Success Story and Its Implications”, *CEPR-Center for Economic and Policy Research*, Washington, Outubro, 21 pp.

WOLFSON, MARTIN H. (2002): “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context”, *Journal of Economic Issues* Vol. XXXVI n.º 2, pp. 393-400.